

# FRBの出口戦略と 日本への影響



住宅金融支援機構  
国際・調査部長

**小林 正宏**  
(こばやし まさひろ)

1988年 東京大学法学部卒業、住宅金融公庫入庫。海外経済協力基金(OECF) マニラ事務所駐在員、国際協力銀行(JBIC) 副参事役、ファニーメイ特別研修派遣、住宅金融支援機構調査部長等を経て、2018年4月より現職。著書に『通貨の品格 円高・円安を超えて』(中央公論新社、2012年)、『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』(中央公論新社、2010年、共著)、『不動産マーケットの明日を読む』(日経BP社、2015年、共著)等がある。

## 要旨

1. アメリカの中央銀行にあたる連邦準備制度理事会(FRB)は、大胆な金融緩和により世界金融危機を乗り越え、アメリカ経済が堅調に回復する中で、金融緩和からの「出口戦略」を実施している。
2. 世界の金融市場は密接に関連しており、アメリカの金融政策運営は日本の金融市場にも影響を及ぼし、実体経済にも影響を及ぼす。また、アメリカの出口戦略は異次元金融緩和を実施している日本銀行にも参考になる。

## 1. はじめに

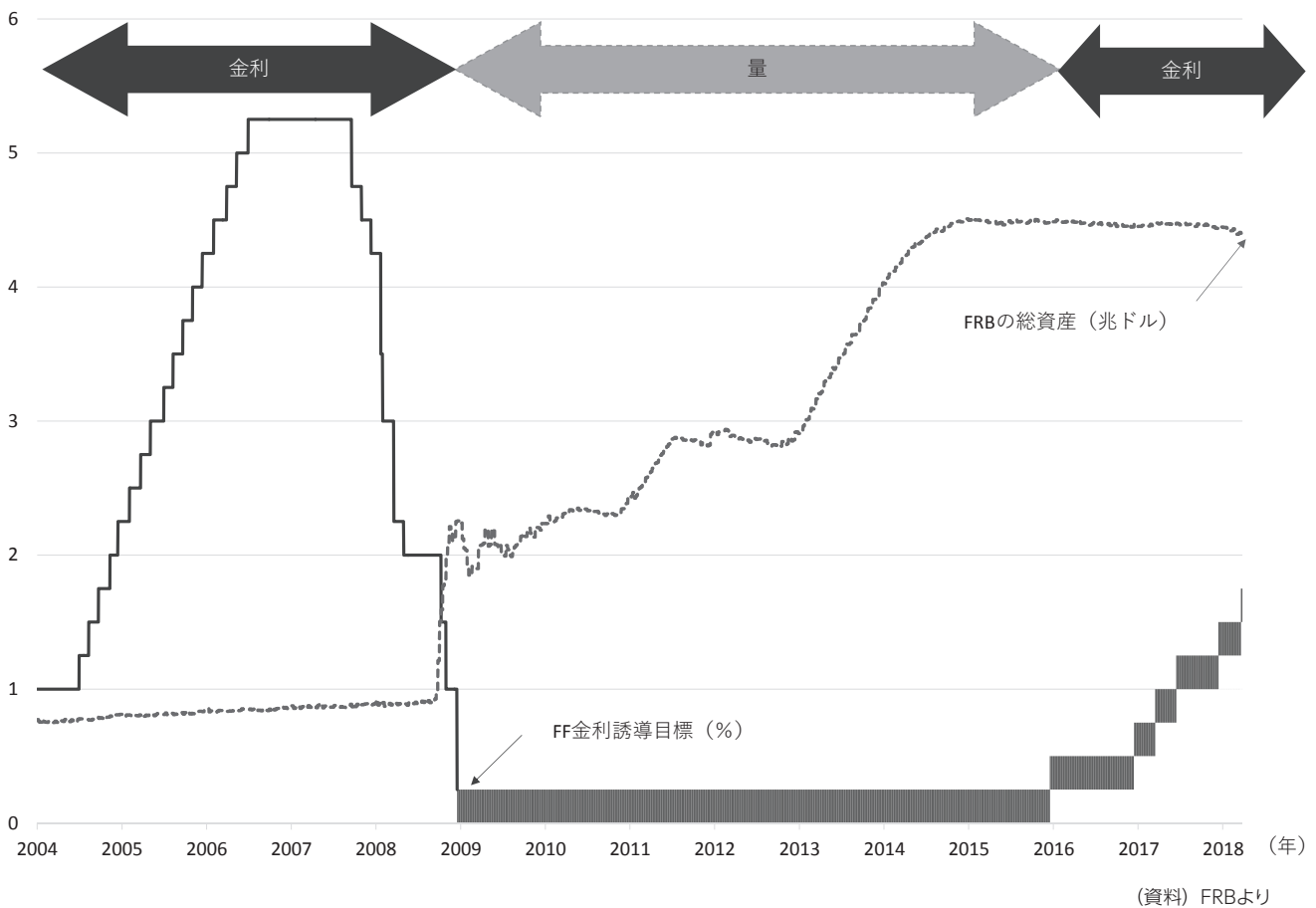
2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻が引き金となった世界金融危機後から間もなく10年が経過しようとしている。危機発生直後は株価が暴落し、「100年に一度の津波」とも言われたが、アメリカの中央銀行にあたる連邦準備制度理事会(FRB)が大胆な金融緩和を実施し、1929年からの大恐慌のような悲惨な事態に転落することは回避された。

前年の2007年にはサブプライム問題が深刻化し、8月に「パリバ・ショック」が起こった後、9月からFRBは政策金利であるFF(フェデラル・ファンド)金利の誘導目標水準を引き下げ始めたが、2008年12月には事実上のゼロ金利制約に直面したことから、翌2009年からは金融政策の軸を金利から量に転換する「量的緩和(QE)」を実施した。QEでは、米国債やAgency MBS<sup>1</sup>を大量に購入し、FRBの総資産は約4.5兆ドルと、金融危機前の5倍近い水準に膨張した。

QEは第3弾まで実施され、最後のQE3は2014年10月に終了したが、金融市場への影響を考慮し、当面は満期で償還される米国債等の証券を再投資し、バランスシートの規模は維持する政策をとった。

1 Mortgage Backed Securities: 住宅ローン担保証券。民間が発行するものもあるが、FRBが購入したのはファニーメイ、フレディマック、ジニーメイという政府系金融機関が発行/保証する公的MBSのみ。

図1 FRBの総資産と政策金利



(資料) FRBより

アメリカの実体経済と金融市場が着実に回復するのを確認し、2015年12月にはFF金利を引き上げに転じ、金融政策の軸足を量から金利に戻したが、バランスシートの縮小は2017年9月ようやく発表され、翌10月から開始された【図1】。

FRBが金融政策を正常化すると、アメリカの金利が上昇し、世界の金融市場から資金が引き揚げられてアメリカに向かうことで、一部の新興国では1990年代後半のアジア通貨危機のような状況が再現するのではないかと懸念もあったが、現時点では、そのような大規模な資金の還流は観測されていない。

とはいえ、世界の金融市場は密接に関連 (Interconnected) しており、アメリカの金融政策運営は外国為替市場を通じて日本の金融市場にも影響を及ぼし、ひいては実体経済にも影響を及ぼす。また、日本銀行も、2013年4月から異次元の金融緩和政策を導入し、アメリカと類似の量的・質的金融緩

和 (Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE)) を実施している。その意味で、アメリカの出口戦略は日本銀行にも先例として参考になる。

本稿においては、アメリカの出口戦略を概観し、その背景を述べるとともに、日本への影響について考察する。

## 2. アメリカの雇用情勢とFRBの財務

FRBは「二重の責務 (Dual Mandate)」、すなわち物価の安定と雇用の極大化が政策目標として連邦準備法に明記されている。物価については、FRBが目標とする個人消費支出 (PCE: Personal Consumption Expenditures) デフレーターの前年比で2%には届いていない中、雇用の拡大が賃上げにつながり、やがて物価にも波及すると判断し、2015年12月に利上げに踏み切り、2018年3月まで、計6回、1.5%ほど引き上げている。

アメリカの経済統計で最も注目される、米労働省が毎月第1金曜日に発表する雇用統計によれば、非農業部門雇用者数（季節調整値）は2008年1月をピークに、2010年にかけて869万人減少したが、その後は増加基調をたどり、2018年2月時点では2010年のボトムから1,845万人増加と、金融危機後の減少幅の2倍以上の増加となっている【図2】。また、失業率は4.1%と、ほぼ完全雇用の状況にある。

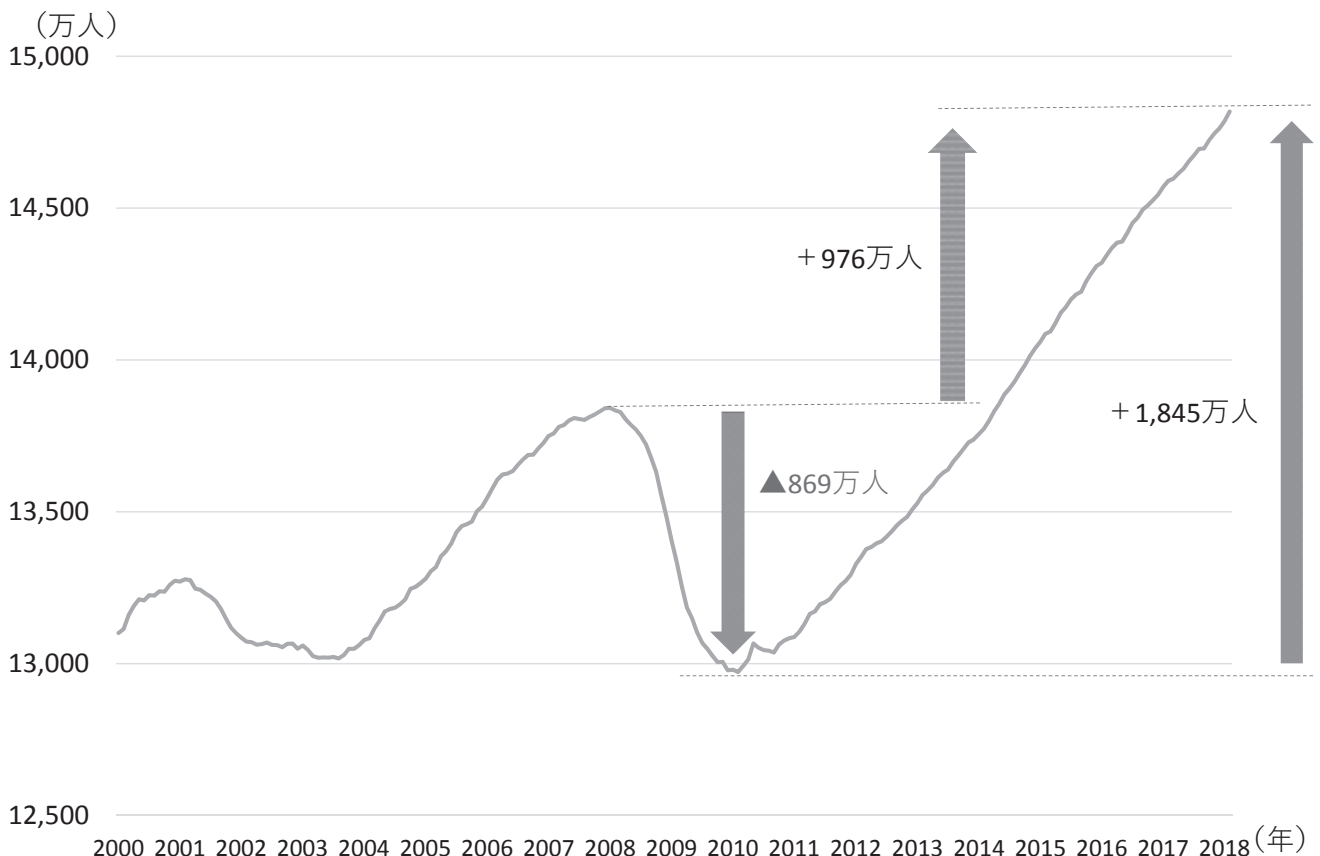
かつては、民主党から共和党に政権が移行すると、失業率が上昇に転じるジンクスがあったが、今回のトランプ政権においては、失業率は現時点において低水準で安定している【図3】。

また、トランプ大統領は10年間で2,500万人の雇用を創出するとの政権公約を掲げたが、これは任期

の4年間で1,000万人、月換算では20.83万人相当となる。1980年以降の政権別でこのラインを超えたのは、レーガン2期目、クリントン、オバマ2期目となっている。2018年2月までの計算では、トランプ政権はこのラインには届いていないが、かなり近い数字を上げている【図4】。

このような堅調な雇用情勢を背景に、FRBは利上げを継続しているが、政策金利を一定のレンジに誘導するに際し、民間金融機関がFRBに預けている超過準備に利息を付す等<sup>2</sup>の措置を講じている。この付利水準を引き上げれば、FRBの利払いが増えるため、FRBの財務にはマイナスの影響が出る。これが、出口戦略における課題の一つとして、しばしば議論される論点であるが、FRBについては、保有する証

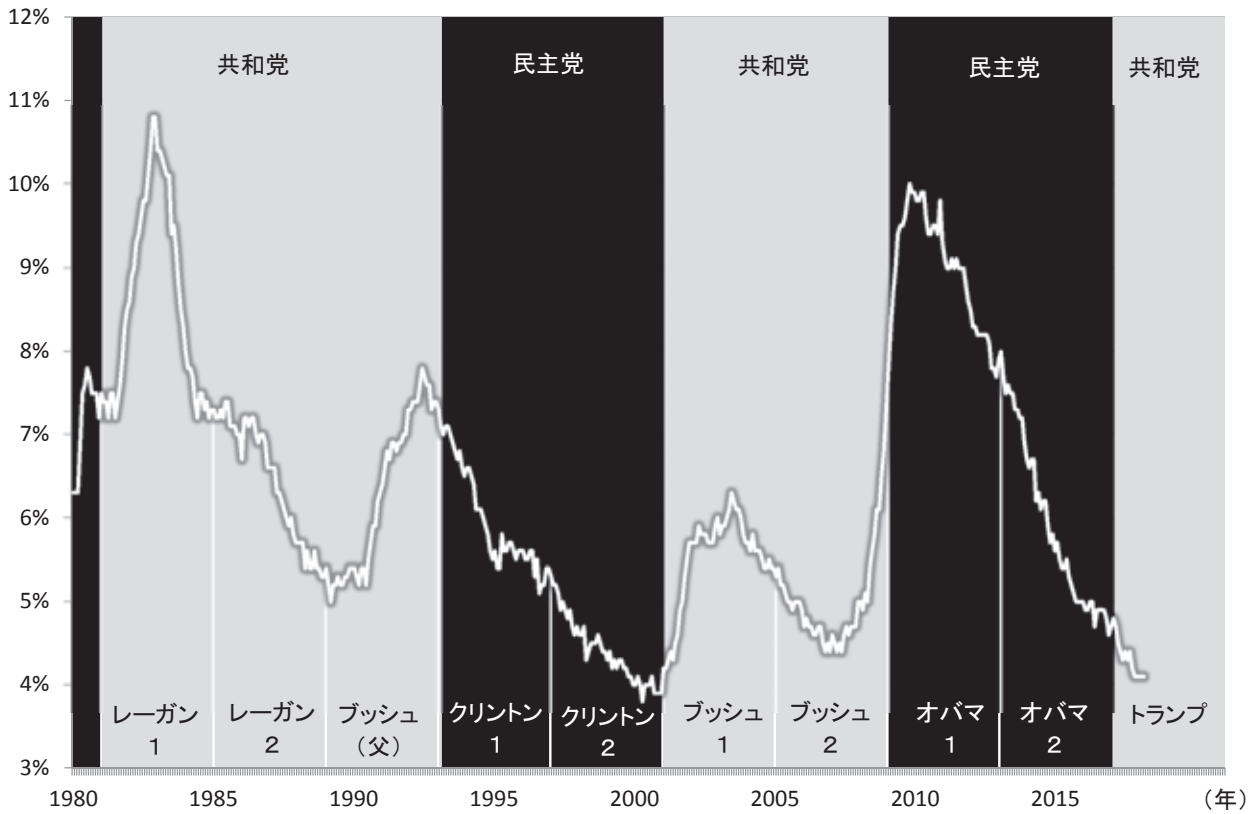
図2 アメリカの非農業部門雇用者数（季節調整値）



(資料) 米労働省より

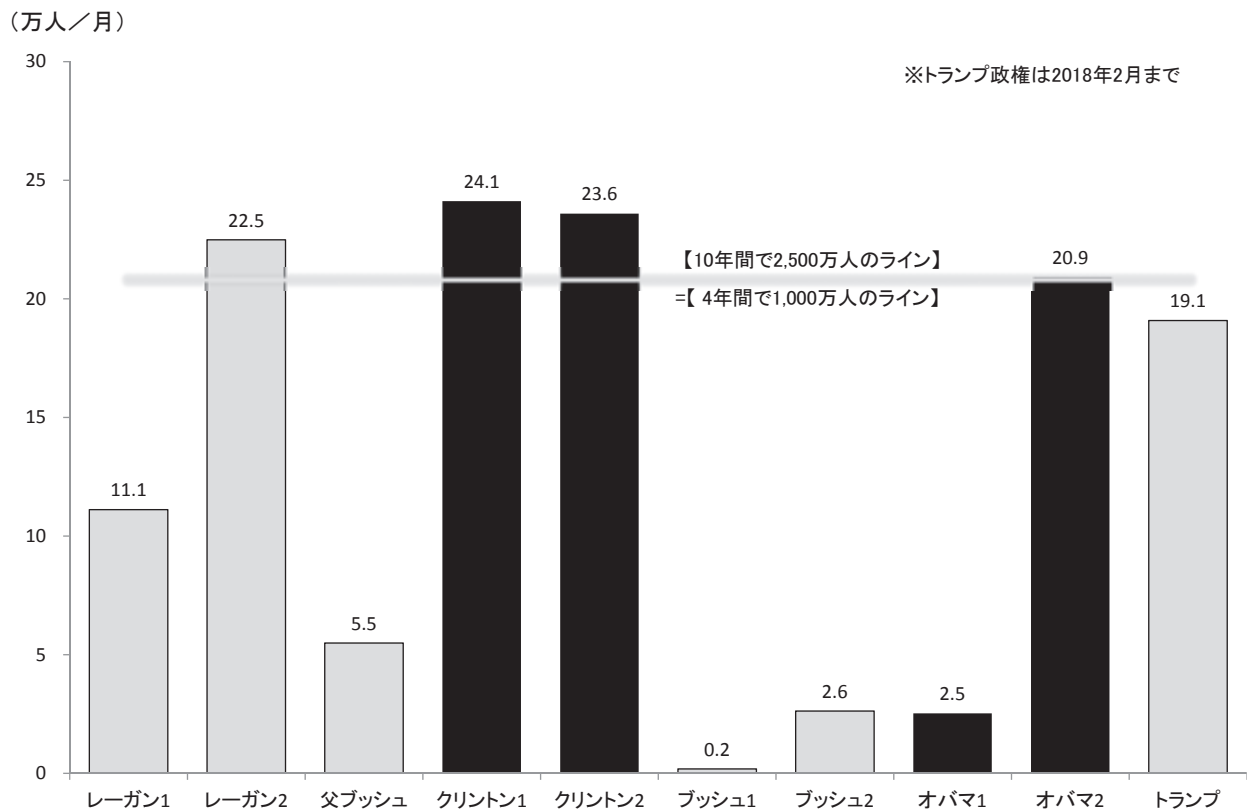
<sup>2</sup> FF金利をレンジに誘導する際、準備金への付利水準はレンジの上限を構成し、リバース・レポレートが下限を構成する。詳細は[小林2014]参照。

図3 アメリカの政権別失業率の推移



(資料) 米労働省より

図4 アメリカの政権別月当たり非農業部門雇用者増減数



(資料) 米労働省より

図5 FRBのバランスシートの内訳

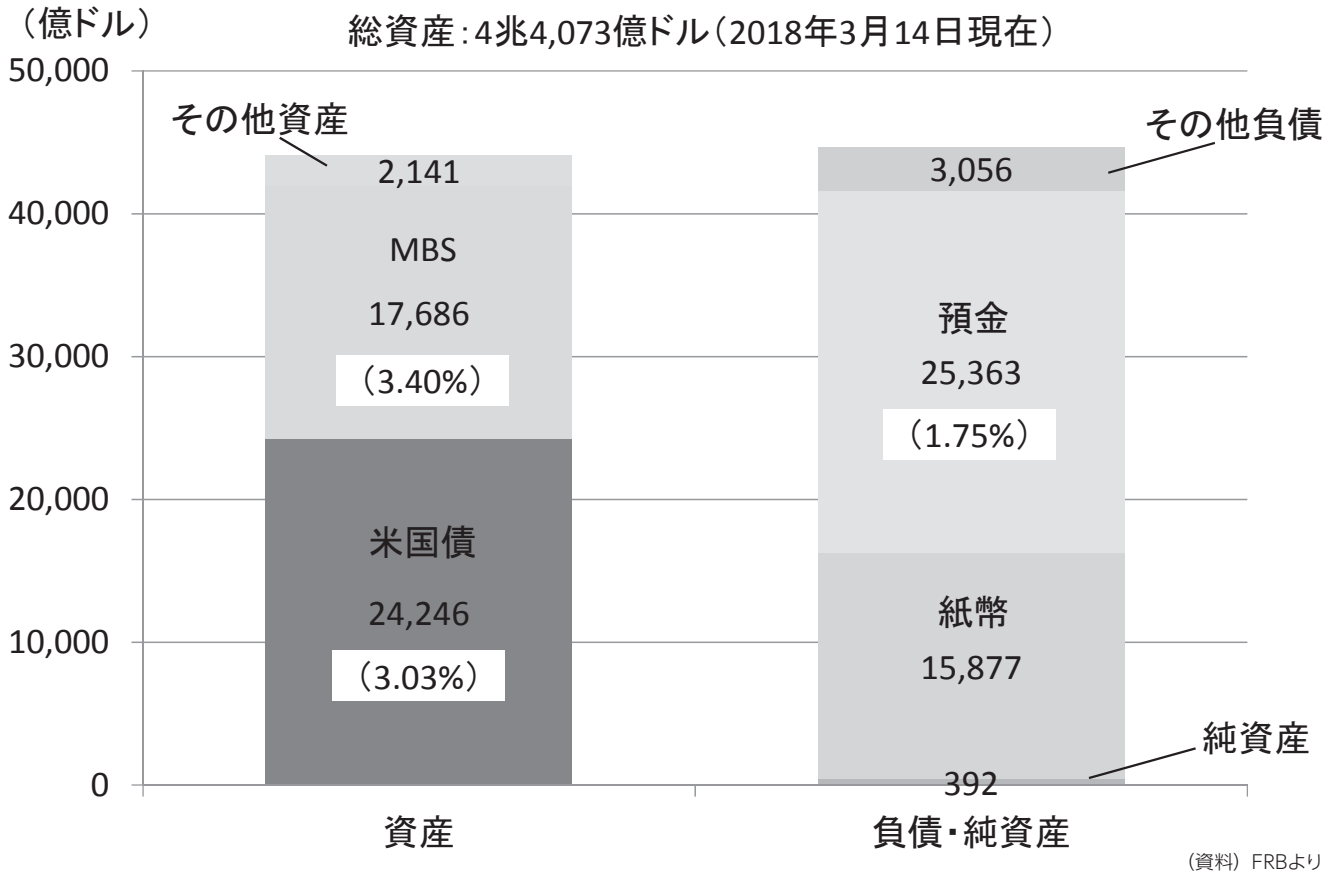
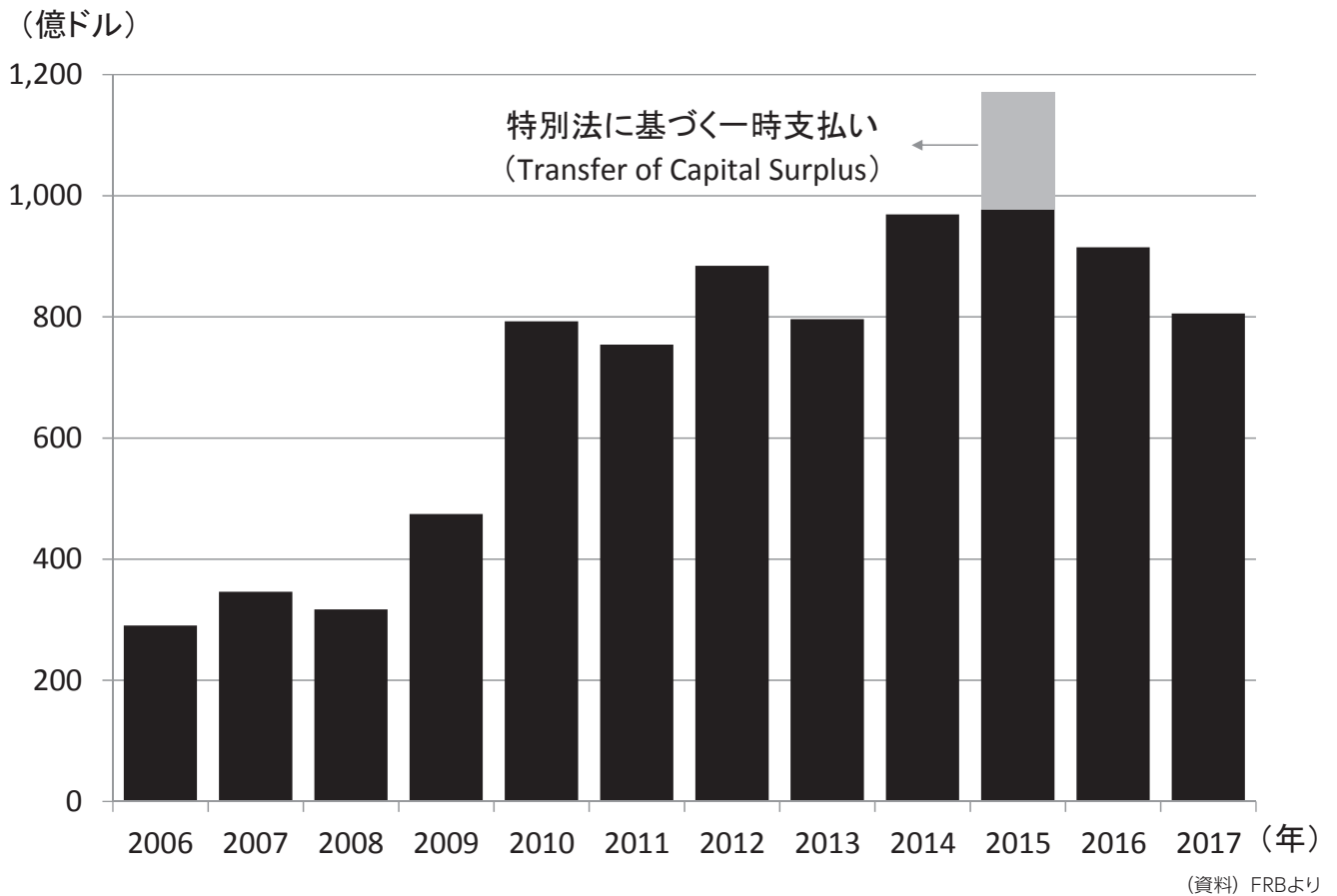


図6 FRBの国庫納付額



券の加重平均利回りが3%強あり、現時点ではまだ直ちに赤字に転落するような状況にはない【図5】。ただし、利鞘の縮小に伴い、黒字幅は縮小しており、国庫納付額も減少に転じている【図6】。

なお、FRBは2018年3月14日現在、1.7兆ドル余のAgency MBSを保有しているが、その銘柄数は41,162に上る。このうち97.3%に相当する40,038銘柄は残高が1億ドル未満であり、1銘柄あたりの平均残高は4,297万ドルとなっている。日本においては、住宅金融支援機構（及び住宅金融公庫）が発行したMBSは、2018年3月18日現在、210銘柄あり、残高が12兆4,739億円となっているが、残高が100億円未満のものは28銘柄、13.3%に過ぎず、平均残高は594億円と、アメリカよりも桁違いに大きい【図7】。

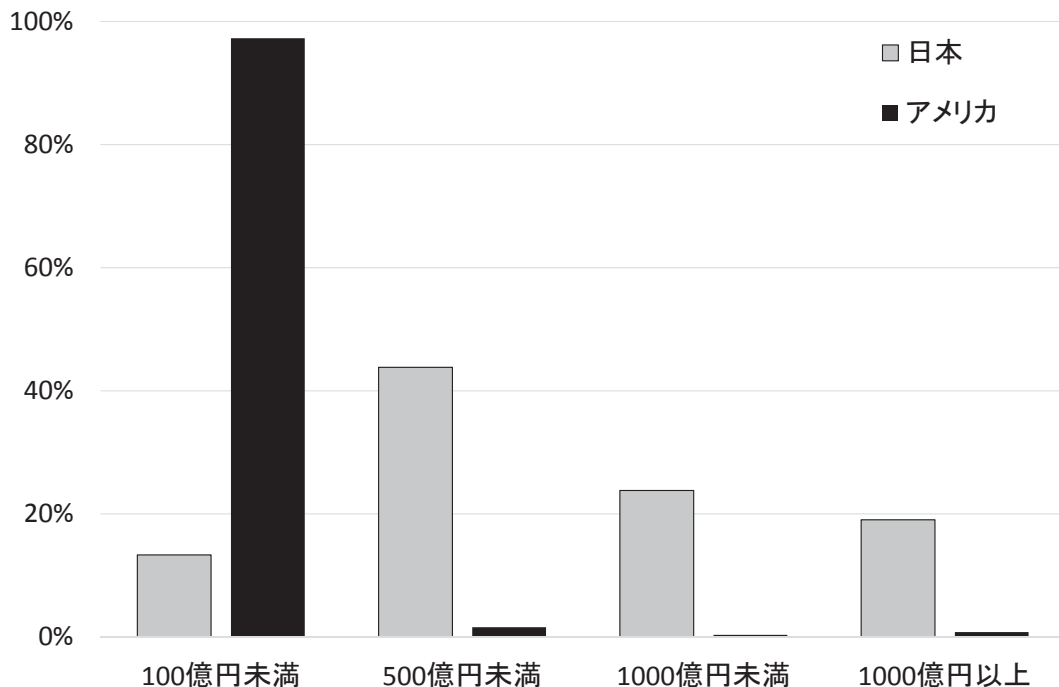
アメリカでは、日本のようにMBSの各銘柄の中でプールの分散を図るよりは、多数のMBSが発行され、MBSを複数保有することで投資家における分散が図

られる傾向にあると考えられる。FRBが保有しているAgency MBSは市場全体の4分の1程度だが、各Agency別の保有割合は概ね市場全体の割合と同じであり、Agency MBSについてはFRBが保有している銘柄だけで見ても支障はないと考えられる<sup>3</sup>。

### 3. 日本への影響と示唆

アメリカが利上げすれば、日米金利差が開き、理論的には為替は円安ドル高方向に触れやすくなる。しかしながら、アメリカ・ファーストを掲げ、製造業の復活を目指すトランプ政権にとって、ドル高は望ましくない<sup>4</sup>。外国為替市場で円安の圧力として作用しなかった資金は、日本の金融市場に対して、金利押し上げ要因として作用しうる。一方で、日本国内では日本銀行がQQEを導入し、2016年2月からはマイナス金利付きQQE、同年9月からは長短金利操作付きQQEへと派生しながらも、金融緩和を継

図7 日米の公的MBSの規模別分布



(注) 為替は便宜上、1ドル=100円で換算している。

(資料) ニューヨーク連邦準備銀行、住宅金融支援機構より

3 Agencyによる元利払い保証という形で外部信用補完が付与されているAgency MBSに限った話であり、ストラクチャーを組み内部信用補完を行う民間MBSには該当しない。

4 一般論としては、強いドルはアメリカの国益にかなうという考えがクリントン政権以降踏襲されているが、貿易問題に絡めて、ドル高を牽制する発言がトランプ政権からは多く聞かれる。

続している。

2005年以降の日本の長期金利（10年国債利回り）の月次データを、アメリカの長期金利と日銀のマネタリーベースの2つの変数で回帰分析すると、0.966という高い決定係数が得られる【図8】。複雑な金融市場を敢えて極めて単純な形でモデル化したものだが、足下では、アメリカの金利上昇による日本の金利上昇圧力と、日銀の金融緩和による金利抑制効果が拮抗している状態にあると見られる。

日本の超長期国債の利回りは2016年のマイナス金利付きQQE導入後に急低下し、同年7月には40年国債も機構MBSの利回りを下回ったが、その後、40年国債は1%近傍まで上昇する一方、機構MBSは10年国債+30bp<sup>5</sup>台で推移している【図9】。

時系列データでは、一見、10年国債の利回りと機構MBSのスプレッドは平行に動いているように見えるが、それぞれをY軸とX軸に取って両者の関係を見ると、違った風景が見える。10年国債利回りが1%を割った頃から、機構MBSのスプレッドは拡大基調となった。絶対水準での利回りを求め

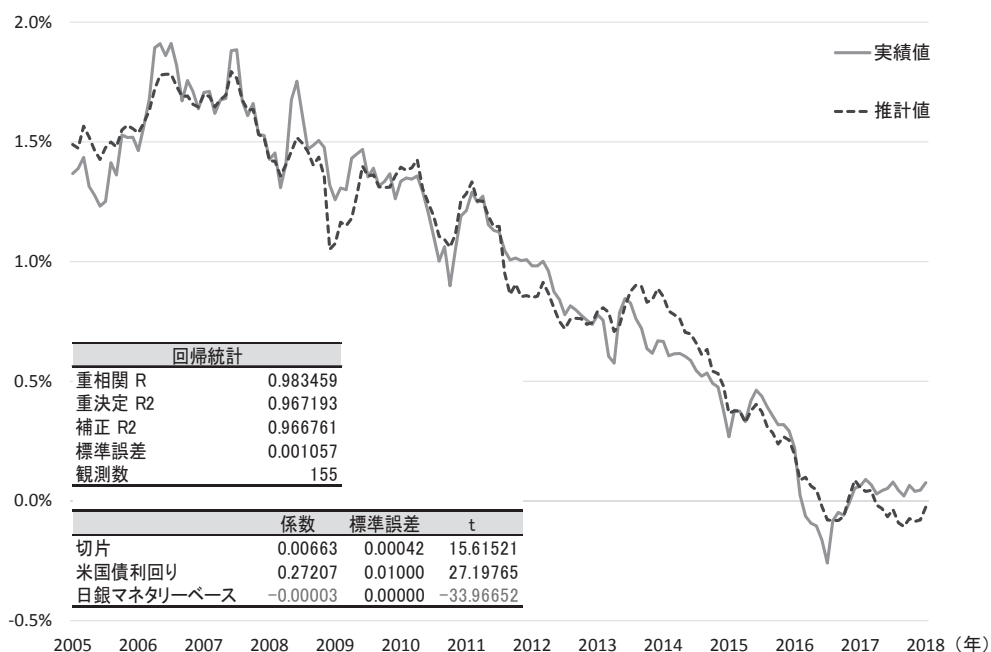
る投資家が一定に存在したためとされる。

しかしながら、日本銀行がマイナス金利付きQQEを導入した頃からは、スプレッドのタイト化を容認する投資家が増え、国債利回りは0%近傍にとどまりながらも、スプレッドは30bp台半ばまで低下を続けている【図10】。

マイナス金利付きQQE導入後は、住宅ローンの借換が急増したが、2017年半ばには借換ラッシュも一巡した。とはいえ、歴史的な超低金利の環境は続いており、住宅市場を下支えしている。首都圏のマンション市場では建築費と地価の高騰により販売価格がバブル期に迫る水準にまで上昇しているが、超低金利のため、同じ返済期間で計算した場合の割賦金の所得に対する返済負担である住宅取得能力（Affordability）はほぼバブル期前の水準にとどまっている【図11】。

バブル崩壊後、長引くデフレと失われた20年の中で、将来にわたり人口減少が見込まれる日本では住宅価格は上昇しないのではないかとの悲観論も根強くあったが、異次元金融緩和導入後は、円安によ

図8 日本の長期金利のモデルによる推計

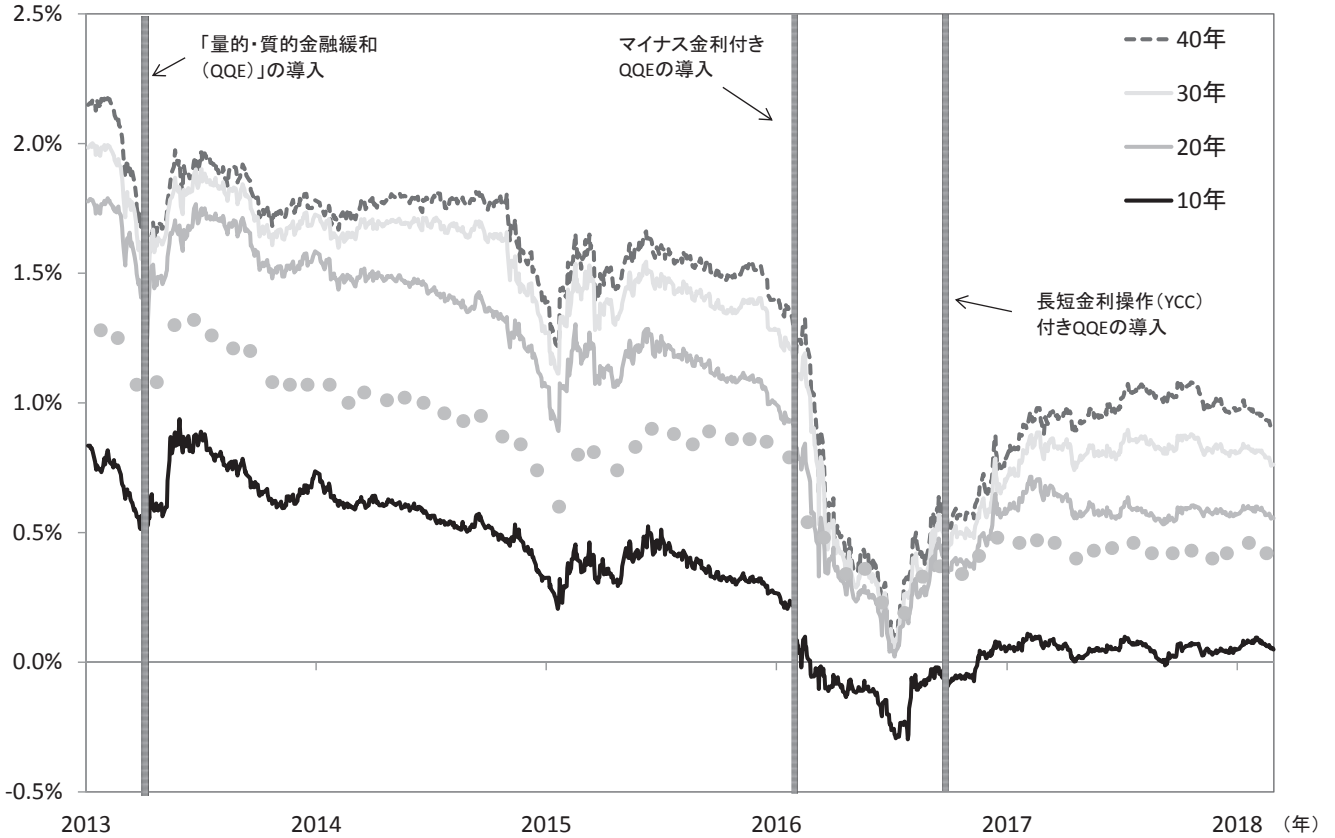


(資料) 財務省「国債金利情報」、日本銀行「時系列統計データ検索サイト」、米財務省より

5 Basis point (= 0.01%)

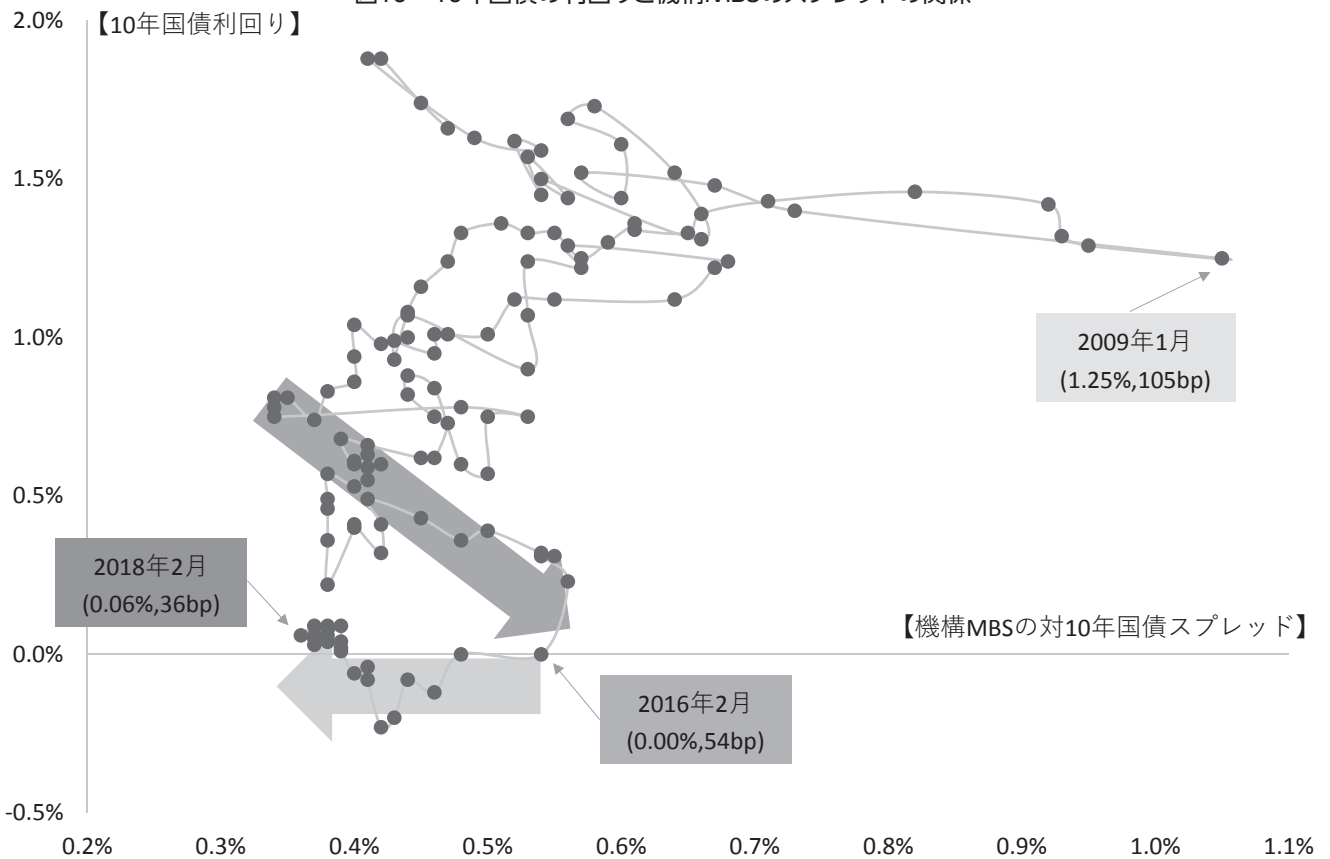


図9 日本国債と機構MBSの利回りの推移



(資料) 財務省「国債金利情報」、住宅金融支援機構「既発債一覧」より

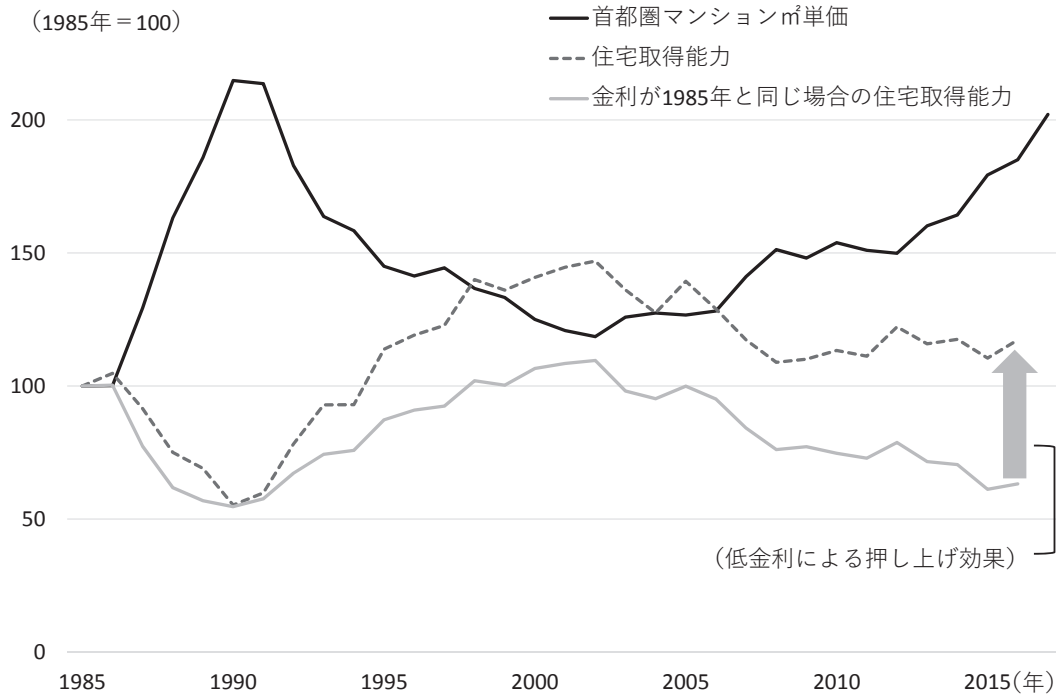
図10 10年国債の利回りと機構MBSのスプレッドの関係



(資料) 財務省「国債金利情報」、住宅金融支援機構「既発債一覧」より



図11 首都圏マンション㎡単価と住宅取得能力



(注) 割賦金は、住宅金融公庫基準金利／フラット35最低金利を35年償還で計算。所得は関東地方の二人以上の世帯のうち、2000年までは勤労者世帯、2001年以降は勤労者世帯（農林漁家世帯を除く）

(資料) 不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向調査報告」、総務省統計局「家計調査」より

る外国人訪問客の増加に伴うインバウンド需要の増大等も後押しし、また、日経平均株価が2万円台を回復するなど、個人金融資産の増加に伴う資産効果の恩恵もあり、日本経済の基礎体温は徐々に上がってきている。実際、日本の潜在成長率についても、日銀や内閣府の推計では1%前後に回復しており、日本でも金融緩和の効果が实体经济に波及してきている。

## 4. 結びにかえて

大恐慌から10年後の1939年、ヨーロッパでは第二次世界大戦が始まった。大恐慌の研究者として有名なバーナンキ氏は、大恐慌が悪化した要因として当時のFRBの金融緩和が不十分だったことを指摘し、今回の世界金融危機に際し、大胆な金融緩和を導入することで持論を実践し、未曾有の危機からアメリカを救った。リーマン・ショックから10年が経過しようとしている2018年、アメリカのGDP、雇員数、家計部門資産など、数多くの指標が世界金融危機前の水準を回復し、過去最高を更新している。

残った宿題は膨張したFRBのバランスシートをい

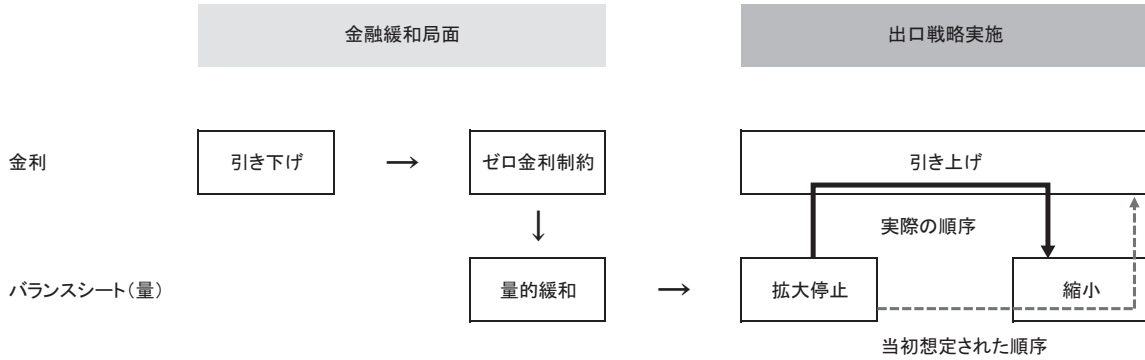
かに正常化させるのか、という出口戦略の問題だが、既にバランスシートの縮小にも着手している。潤沢な資金が市場に溢れている中で、政策金利を高め誘導する手法についても、準備預金への付利水準の引き上げ等の措置を実践しており、金融市場や实体经济への影響をコントロールしながら出口戦略を実施するアプローチを世界に示した【図12】。

ただし、準備預金への付利水準の引き上げについては、保有する資産の利回りが3%あるアメリカからできることであり、0.2%台の日本銀行の場合は付利水準の引き上げには自ずと限界があり、市場動向を見極めながらファインチューニングする必要があると考えられる。

また、FRBが量的緩和を終了し、金融緩和からの出口戦略に着手する一方で、日銀とECB（欧州中央銀行）はまだ量的拡大を継続しており、FRBが引いた資金供給の穴埋めをする形で、国際金融市場の混乱を回避しているとの見方もある【図13】。

ECBも出口戦略の実施に向けて準備を進めている中、日本銀行は最後の砦となる可能性が高い。その場合は、アメリカとヨーロッパからの金利上昇圧力

図12 FRBの出口戦略のアプローチ

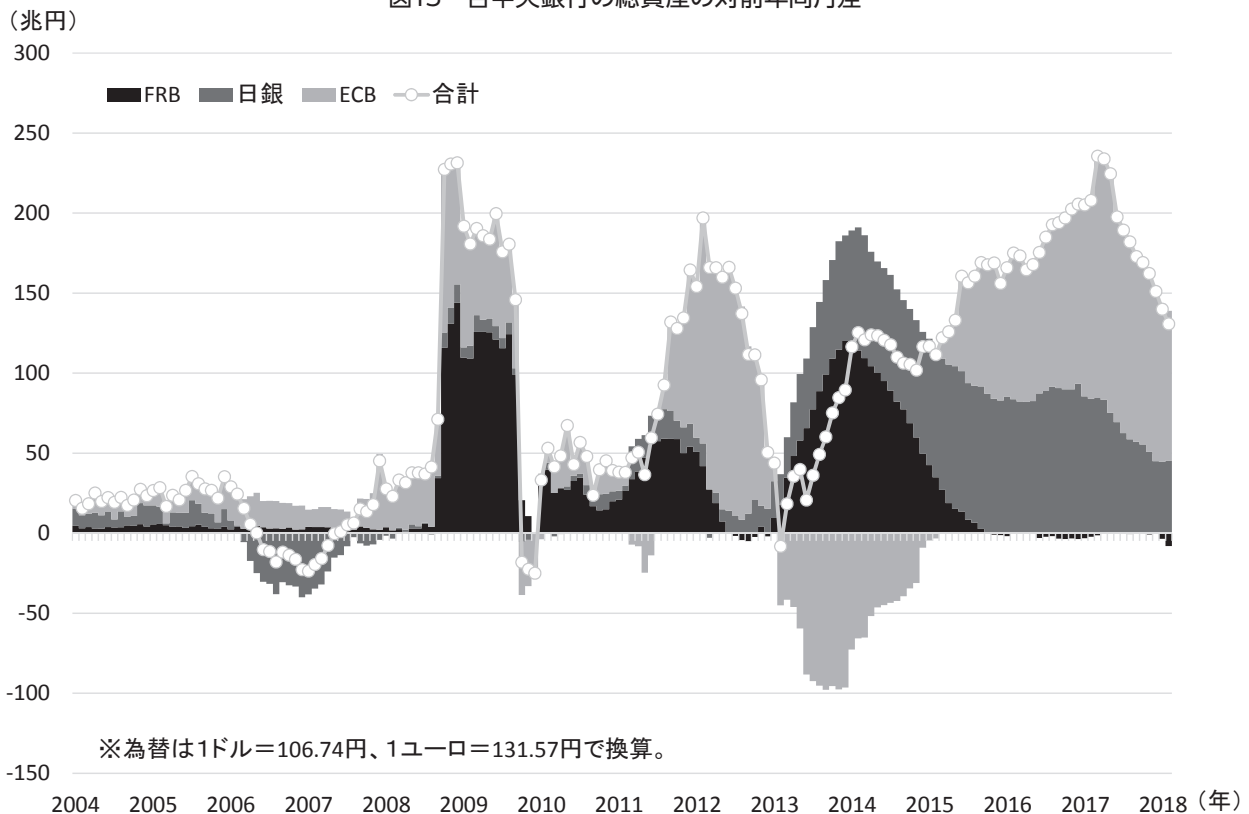


を受けながら、出口戦略を模索していくことになり、一層難しい舵取りを迫られる。無論、このままアメリカとヨーロッパの経済が順調に回復し続け、金利が上昇し続ける保証はない。ただ、日本も異次元の金融緩和が5年続いた中で、経済の基礎体温は上昇しつつも、持続可能な成長に向けた構造改革が十分に進展しているのか、疑問視する向きもある。

長年、超低金利の環境に慣れ親しんだ日本の金融市場にとっても、日銀が出口戦略を語り始めたとき、どのような反応が出るか、引き続き注視する必要がある。

※本稿において意見にかかる部分は執筆者個人のものであり、住宅金融支援機構のものではない。

図13 各中央銀行の総資産の対前年同月差



(資料) FRB、ECB、日本銀行より

〈参考文献〉

小林正宏「アメリカの住宅市場と金融政策の動向」(季報「住宅金融」2014年度夏号)  
 小林正宏・大類雄司「世界金融危機はなぜ起こったかーサブプライム問題から金融資本主義の崩壊へ」(東洋経済

新報社、2008年11月)  
 International Monetary Fund (IMF) “Global Financial Stability Report” October 2017